

Erläuterungen

Allgemeiner Teil

Hauptgesichtspunkte des Entwurfs:

Die Richtlinie (EU) 2024/2810 über Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien in Gesellschaften, die eine Zulassung ihrer Anteile zum Handel an einem multilateralen Handelssystem beantragen, ABl. Nr. L 2024/2810 vom 14.11.2024 (im Folgenden „Richtlinie“ oder „RL“), soll als Teil des *"Listing Act"*-Pakets die Attraktivität der Börsennotierung an Handelsplätzen, die in erster Linie für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) von Interesse sind – wie KMU-Wachstumsmärkte und andere multilaterale Handelssysteme (MTF) – erhöhen und damit KMU besser in die Lage versetzen, Mittel an einem MTF zu beschaffen. Die Befürchtung, die Kontrolle über die Gesellschaft zu verlieren, wurde von der Europäischen Kommission als wichtiger Grund für kontrollierende Aktionäre ausgemacht, sich nicht an einem öffentlichen Kapitalmarkt zu beteiligen: Durch die Verwässerung ihrer Beteiligungsquote nach der Zulassung zum Handel würde ihr Einfluss auf wichtige strategische und operative Entscheidungen abnehmen. Insbesondere für kontrollierende Aktionäre von Start-ups und Gesellschaften mit langfristigen Projekten mit erheblichen Vorlaufkosten kann es aber von besonderer Bedeutung sein, trotz hohen Finanzierungsbedarfs die Kontrolle über die Gesellschaft zu behalten.

Gesellschaften sollen daher beim ersten Börsegang an einem MTF Mehrstimmrechtsaktien ausgeben dürfen. Aktienstrukturen mit Mehrstimmrechten umfassen mindestens zwei verschiedene Aktiengattungen von unterschiedlichem Stimmgewicht. Sie sind eine Möglichkeit für Eigentümerinnen bzw. Eigentümern von Unternehmen Entscheidungsbefugnisse in ihren Unternehmen zu behalten und gleichzeitig zusätzliche finanzielle Mittel auf öffentlichen Finanzmärkten zu beschaffen. Da Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien für die Aktionäre ohne erweiterte Stimmrechte aber auch Risiken eröffnen können, werden Vorkehrungen zum Schutz der Rechte jener Aktionäre getroffen (Art. 4 der RL) und Vorgaben zur Transparenz der Aktienstruktur gemacht (Art. 5 der RL). Die Richtlinie ist bis 5. Dezember 2026 in nationales Recht umzusetzen (Art. 7 der RL).

Der sachliche Anwendungsbereich der Richtlinie erfasst Gesellschaften in einer in Anhang II der Richtlinie (EU) 2017/1132 genannten Rechtsform, die nach nationalem Recht Aktien ausgeben und deren Zulassung zum Handel an einem MTF beantragen darf (Art. 2 Z 1). Für Österreich bedeutet dies, dass nur Aktiengesellschaften von der Richtlinie erfasst sind. Folglich sind die entsprechenden Änderungen zur Umsetzung der Richtlinie im Aktiengesetz aufzunehmen. Das österreichische Aktienrecht folgt bislang der Regel *„one share, one vote“* (§ 12 Abs. 1 AktG) und verbietet seit 1965 Mehrstimmrechtsaktien gänzlich (§ 12 Abs. 3 AktG). Dieses umfassende Verbot kann im Zuge der Umsetzung der Richtlinie nicht weiter aufrecht erhalten werden, weil die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien für Aktiengesellschaften, die planen ihre Aktien an einem MTF zu handeln, nun möglich sein muss.

Nach der Richtlinie wäre es auch zulässig, Mehrstimmrechtsaktien in anderen Aktiengesellschaften als solchen zu erlauben, deren Aktien erstmals an einem MTF gehandelt werden sollen (vgl. ErwGr 10). Von dieser Möglichkeit soll in Österreich jedoch – zumindest vorerst – kein Gebrauch gemacht werden, weil die Europäische Kommission gemäß Art. 6 der Richtlinie bereits 2028 einen Evaluierungsbericht vorzulegen hat, in dem sie auch dazu Stellung nehmen wird, ob der Anwendungsbereich der Richtlinie ausgeweitet werden sollte. Außerdem bietet das österreichische Kapitalgesellschaftsrecht schon derzeit auch andere Möglichkeiten, wie die Gesellschafter in unterschiedlichem Ausmaß Einfluss auf die Gesellschaft nehmen können (z.B. durch Entsendungsrechte in den Aufsichtsrat oder die Ausgabe von stimmrechtslosen Vorzugsaktien in einer AG sowie durch eine abweichende Regelung des Stimmgewichts im Gesellschaftsvertrag einer GmbH oder FlexKapG).

Kompetenzgrundlage:

Der vorliegende Entwurf stützt sich auf Art. 10 Abs. 1 Z 6 B-VG („Zivilrechtswesen einschließlich des wirtschaftlichen Assoziationswesens“) und Art. 10 Abs. 1 Z 5 B-VG („Börse- und Bankwesen“).

Besonderheiten des Normerzeugungsverfahrens:

Keine.

Besonderer Teil

Änderung des Aktiengesetzes

Zu Z 1 (§ 12 Abs. 3):

Durch die Änderung soll klargestellt werden, dass Mehrstimmrechtsaktien in bestimmten Fällen zulässig sind.

Zu Z 2 (§ 12b):

Abs. 1:

Diese Bestimmung setzt Art. 1 Abs. 1 sowie Art. 4 Abs. 1 lit. b sublit. i der Richtlinie um. Art. 1 Abs. 1 definiert den Anwendungsbereich: Gesellschaften, welche die Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem multilateralen Handelssystem (MTF), einschließlich von KMU-Wachstumsmärkten, beantragen und deren Aktien nicht bereits zum Handel an einem MTF oder an einem geregelten Markt zugelassen sind, sollen Strukturen mit Mehrstimmrechtsaktien einführen können. Im Text wird die Formulierung der Richtlinie „Zulassung zum Handel“ beibehalten; gemeint ist damit die Einbeziehung der Aktien in einem MTF. Hinsichtlich der Definitionen der erfassten Kapitalmärkte (Art. 2 Z 5 und 6 der Richtlinie) ist zum MTF auf § 1 Z 24 WAG 2018 und zum KMU-Wachstumsmarkt auf § 1 Z 25 BörseG 2018 zu verweisen, welche die nationale Umsetzung der Definitionen nach Art. 4 Abs. 1 Nr. 12 und 22 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFiD) enthalten. Im ersten Satz soll klargestellt werden, dass die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien durch eine entsprechende Regelung in der Satzung zu erfolgen hat. Bereits die Richtlinie geht davon aus, dass Aktien mit Mehrstimmrechten eine eigene Gattung bilden (Art. 2 Z 2). Dies steht mit der Wertung des § 11 AktG im Einklang, der auf die Abweichung von den gesetzlichen vorgesehenen Mitgliedschaftsrechten und -pflichten (Vermögens- und Verwaltungsrechte) abstellt: Zu den Verwaltungsrechten zählt u.a. das Stimmrecht. Eine Aktiengattung bilden nur Aktien, welche gleiche Mitgliedschaftsrechte und -pflichten vermitteln (siehe *Schmidt-Pachinger* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG³ § 11 Rz 5, 7 und 13). Mehrstimmrechtsaktien bilden daher eine eigene Gattung im Sinn des § 11 AktG, sodass die in § 17 Z 4 AktG vorgesehenen Angaben in die Satzung aufzunehmen sind. Werden Aktien mit unterschiedlichen Mehrstimmrechten ausgestattet, bilden die Aktien mit dem gleichen Mehrstimmrechtsfaktor jeweils eine eigene Aktiengattung.

Nur Namensaktien sollen mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden können. Damit wird dem Zweck der Richtlinie Rechnung getragen, dass Mehrstimmrechtsaktien bestimmten Personen, in der Regel den Gründern, zur Verfügung stehen sollen, um damit weiterhin einen bestimmenden Einfluss auf die Geschicke der Gesellschaft zu behalten. Dies trägt zur Transparenz der Aktienstruktur der Gesellschaft bei, da die Inhaber der Mehrstimmrechtsaktien somit aus dem Aktienbuch ersichtlich sind (§ 62 Abs. 1 AktG). Zusätzlich erleichtert dieser Umstand es der Gesellschaft, ihrer Offenlegungspflicht nach § 12b Abs. 4 Z 4 nachzukommen. Überdies ist so auch eine Vinkulierung der Mehrstimmrechtsaktien (§ 62 Abs. 2 AktG) möglich.

Art. 4 Abs. 1 der Richtlinie schreibt zwei Formen geeigneter Schutzmaßnahmen für die Interessen von Aktionären vor, die keine Mehrstimmrechtsaktien halten: Nach lit. a soll eine qualifizierte Mehrheit nach nationalem Recht für die Beschlussfassung in der Hauptversammlung über die Änderung einer Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien verlangt werden. Die einzige mögliche Änderung der Mehrstimmrechtsaktienstruktur nach dem Börsengang soll in Österreich ihre vorzeitige Beendigung sein (siehe dazu Abs. 3); abgesehen davon ist diese Schutzmaßnahme somit nicht erforderlich. Die Schutzmaßnahmen nach lit. b sollen den Einfluss von Mehrstimmrechtsaktien auf den Entscheidungsprozess in der Hauptversammlung begrenzen. Die Richtlinie bietet dafür zwei Optionen, wobei mindestens eine von den Mitgliedstaaten umzusetzen ist: So kann der Einfluss der Mehrstimmrechtsaktien durch ein maximales Verhältnis für deren Stimmgewicht gegenüber der Stimmenanzahl der Aktien mit den geringsten Stimmrechten begrenzt werden (vgl. Art. 4 Abs. 1 lit. b sublit. i der RL). Ebenso zulässig ist es, für manche Beschlüsse der Hauptversammlung qualifizierte Mehrheiten zu verlangen, die sich sowohl auf die abgegebenen Stimmen als auch auf das vertretene Grundkapital beziehen können (Art. 4 Abs. 1 lit. b sublit. ii Z 1 der RL); ausgenommen davon müssen lediglich die Bestellung und Abberufung von Mitgliedern der Leitungs- oder Aufsichtsorgane sowie operative Beschlüsse sein, die der Hauptversammlung zur Genehmigung vorgelegt werden.

Das AktG sieht für einschneidende Maßnahmen bereits bisher qualifizierte Mehrheitserfordernisse sowohl an abgegebenen Stimmen als auch an vertretenem Grundkapital vor, z.B. für Satzungsänderungen nach § 146 Abs. 1 AktG, Kapitalerhöhung nach § 149 Abs. 1 AktG oder Verschmelzung nach § 221 Abs. 2 AktG. Diese Regelungen stammen noch aus der Zeit, als Mehrstimmrechtsaktien im österreichischen Aktienrecht zulässig waren, und dienten schon damals der Begrenzung des Einflusses

der Mehrstimmrechte. Eine weitere Erhöhung dieser Mehrheiten ist nicht tunlich, weshalb die erste Option keiner weitergehenden Umsetzungsmaßnahmen bedarf. Derartige Höchstgrenzen für die Stimmkraft von Mehrstimmrechtsaktien im Verhältnis zu den Stammaktien sind international anerkannt. In Deutschland wurde beispielsweise zuletzt ein Faktor von 1:10 eingeführt (vgl. § 135a Abs. 1 dAktG). Bereits in den 1990er Jahren wurde in Österreich im Rahmen einer etwaigen Wiedereinführung von Mehrstimmrechten eine Beschränkung der Stimmrechte in dieser Höhe angedacht (vgl. JBl 1990, 545 [548]). Ein maximales Verhältnis von 1:10 stellt sicher, dass die mit der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien verfolgten Ziele erreicht werden können, während der damit gewährte Einfluss nicht zu stark vom erforderlichen Kapitaleinsatz entkoppelt wird. Praktisch bedeutet dieses Verhältnis, dass ein Aktionär mit einer Kapitalbeteiligung von 10 % und einem zehnfachen Stimmrecht mehr als die einfache Mehrheit der Stimmen (rund 53 %) hält. Die Vorgabe eines maximalen Verhältnisses an der Stelle eines festen Stimmenverhältnisses erlaubt es, in einer Gesellschaft verschiedene Gattungen von Mehrstimmrechtsaktien mit unterschiedlichem Stimmgewicht einzuführen (vgl. ergänzend die Definition von Mehrstimmrechtsaktien nach Art. 2 Nr. 2 der RL, welche ebenfalls nur darauf abstellt, dass Mehrstimmrechtsaktien mit einer größeren Stimmkraft als andere stimmberechtigte Aktien ausgestattet sind.).

Abs. 2:

Diese Bestimmung setzt Art. 3 Abs. 1 bis 3 der Richtlinie um. Art. 3 Abs. 1 sieht vor, dass die Entscheidung über die Einführung einer Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien von der Hauptversammlung der Aktionäre mit mindestens qualifizierter Mehrheit nach den Vorgaben des nationalen Rechts getroffen wird. Zudem darf die Einführung einer solchen Struktur nicht von der Gewährung erweiterter wirtschaftlicher Rechte für Aktien ohne erweiterte Stimmrechte abhängig gemacht werden. Nach Art. 3 Abs. 2 der RL haben Gesellschaften das Recht, bereits vor der Beantragung der Zulassung ihrer Aktien zum Handel an einem MTF eine Struktur mit Mehrstimmrechtsaktien einzuführen. Art. 3 Abs. 3 der Richtlinie eröffnet in diesem Fall die Möglichkeit, die mit den Mehrstimmrechtsaktien verbundenen erweiterten Stimmrechte an die Bedingung zu knüpfen, dass die Aktien der Gesellschaft zum Handel an einem MTF zugelassen werden.

Nach deutschem Vorbild (siehe § 135a Abs. 1 dAktG) sollen alle betroffenen Aktionäre der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien zustimmen müssen. Dies bewirkt in der Regel die Notwendigkeit der Zustimmung aller Aktionäre, weil sowohl jene Aktionäre, deren Aktien mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden, als auch jene, deren Aktien künftig (nur) ein einfaches Stimmrecht zukommt, in ihrem Stimmrecht betroffen sind. Es handelt sich daher um eine speziellere Bestimmung gegenüber § 146 AktG. Da die Einführung von Mehrstimmrechtsaktien für den ersten Börsegang von KMU vorgesehen ist, die in der Regel einen geschlossenen Gesellschafterkreis haben, steht nicht zu befürchten, dass dieses höhere Zustimmungserfordernis nicht erreicht werden kann.

Mangels einer Beeinträchtigung des Vorzugs sind stimmrechtslose Vorzugsaktien grundsätzlich nicht betroffen (vgl. Materialien zum deutschen Zukunftsfinanzierungsgesetz, Begr. RegE, BT-Drs. 20/8292, 129). Dies steht im Einklang mit bestehenden Vorgaben des AktG, wonach stimmrechtslose Vorzugsaktien weder bei Hauptversammlungsbeschlüssen nach § 146 Abs. 1 AktG noch in Konstellationen, die ebenfalls zu einer Verwässerung des Stimmrechts führen können – wie Kapitalmaßnahmen (§ 149 Abs. 1 und 2 AktG) oder Umgründungen (§ 221 Abs. 2 und 3 AktG) – stimmberechtigt sind; anderes würde nur im Fall eines Auflebens des Stimmrechts nach § 12a Abs. 2 AktG im Zeitpunkt der Einführung der Mehrstimmrechtsaktien gelten.

Da Mehrstimmrechtsaktien im Zuge des erstmaligen Börseganges vorgesehen sind, ist der dazu notwendige Beschluss denknotwendig vor der Zulassung der Aktien zum Handel zu fassen. Mit der gesetzlichen Formulierung „Ausstattung oder Ausgabe“ sollen möglichst viele Fallkonstellationen eines ersten Börseganges erfasst werden: Eine häufiger Ablauf wird sein, dass im Zuge der Vorbereitung des ersten Börseganges eine Kapitalerhöhung mit Stammaktien durchgeführt wird und deshalb die bereits ausgegebenen Aktien nachträglich mit Mehrstimmrechten ausgestattet werden sollen. Es sollen aber auch jene Konstellationen erfasst werden, bei denen Teile der mit der Kapitalerhöhung neu ausgegebenen Aktien mit Mehrstimmrechten verknüpft werden. Diese satzungsändernden Beschlüsse werden in der Regel vor dem Antrag auf Zulassung zum Handel an einem MTF gefasst werden, den der Vorstand von sich aus – also ohne (weiteren) Hauptversammlungsbeschluss – stellen kann. Um keinen Anreiz zu schaffen, den Börsegang nach der Einführung von Mehrstimmrechtsaktien auf unbestimmte Zeit aufzuschieben, soll vom Wahlrecht nach Art. 3 Abs. 3 der Richtlinie Gebrauch gemacht werden: Die Mehrstimmrechte können erst nach erfolgter Zulassung zum Handel und während aufrechter Zulassung zum Handel an einem MTF tatsächlich ausgeübt werden. Sie ruhen sowohl vor der Zulassung der Aktien zum Handel an einem MTF als auch nach Beendigung der Handelszulassung an einem MTF.

Abs. 3:

Hier soll Art. 4 Abs. 2 der Richtlinie umgesetzt werden. Dieser erlaubt über Art. 4 Abs. 1 hinausgehende Schutzmaßnahmen und nennt ausdrücklich Verfallsklauseln („*sunset clauses*“), die zu einem Erlöschen der Mehrstimmrechte führen. Entsprechend der Zielsetzung der Richtlinie, Gesellschaften (nur) zum initialen Börsengang an einem MTF zu motivieren, soll im österreichischen Recht eine zeitbasierte Verfallsklausel („*time-based sunset clause*“) von zehn vollen Geschäftsjahren eingeführt werden; d.h. die Mehrstimmrechte erlöschen kraft Gesetzes durch Zeitablauf. Diese zehnjährige Frist kann durch eine Satzungsbestimmung nicht verlängert, sondern nur verkürzt werden. Eine derartige Frist wurde zuletzt in Deutschland ebenfalls für börsennotierte Unternehmen vorgesehen (vgl. § 135a Abs. 2 dAktG). Der Zeitraum von zehn Jahren ermöglicht es den Gründern normalerweise, über zwei volle Funktionsperioden des Aufsichtsrates hinweg bestimmenden Einfluss auf die Ausrichtung des Unternehmens in der Wachstumsphase zu nehmen. Gleichzeitig wird das Schutzbedürfnis der Aktionäre mit einfachem Stimmrecht nicht aus den Augen verloren, indem der überproportionale Einfluss der Mehrstimmrechtsaktionäre nicht unbeschränkt fortgeführt werden kann. Mit einer zeitbasierten Verfallsklausel wird zugleich einem Kritikpunkt an Mehrstimmrechten Rechnung getragen, dass dadurch eine eingefahrene Unternehmensführung dauerhaft perpetuiert und eine notwendige Neuausrichtung des Unternehmens verhindert werden könne. Dies ist mit einem automatischen Auslaufen der Mehrstimmrechte nach zehn Jahren nicht mehr zeitlich unbeschränkt möglich.

Nachdem Mehrstimmrechtsaktien in einer Gesellschaft eingeführt wurden, sollen sie nur dahingehend geändert werden können, dass die Mehrstimmrechte noch vor ihrem gesetzlich vorgesehenen Auslaufen durch Beschluss der Hauptversammlung beendet werden. Neben den allgemeinen Beschlusserfordernissen ist dazu ein Sonderbeschluss der betroffenen Gattung von Mehrstimmrechtsaktien notwendig, welcher mit einer qualifizierten Stimmenmehrheit (drei Viertel der abgegebenen Stimmen) zu fassen ist. Dies entspricht – abgesehen vom Erfordernis einer gesonderten Versammlung – den Vorgaben des § 129 Abs. 1 und 3 AktG zur Aufhebung des Vorzugs von stimmrechtslosen Vorzugsaktien. Ein Grund für die frühere Beendigung der Mehrstimmrechte könnte in der Vorbereitung eines Up- oder Delistings liegen. Gleichzeitig wird damit Art. 4 Abs. 1 lit. a der Richtlinie umgesetzt, welcher bei einer nachträglichen Änderung der Struktur der Mehrstimmrechtsaktien einen Hauptversammlungsbeschluss mit mindestens qualifizierter Mehrheit sowie einen gesonderten Beschluss der betroffenen Aktiengattungen vorsieht.

Abs. 4 und Abs. 5:

Abs. 4 und 5 dienen der Umsetzung von Art. 5 Abs. 1 bis 3 der Richtlinie. Demnach müssen bestimmte Angaben im Prospekt gemäß Art. 6 der Verordnung (EU) 2017/1129 über den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt zu veröffentlichen ist und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/71/EG, ABl. Nr. L 168 vom 30.6.2017 S. 12, im EU-Wachstums-Emissionsprospekt gemäß Art. 15a dieser Verordnung, im Zulassungsdokument gemäß Art. 33 Abs. 3 lit. c der Richtlinie 2014/65/EU über Märkte für Finanzinstrumente sowie zur Änderung der Richtlinien 2002/92/EG und 2011/61/EU, ABl. Nr. L 173 vom 12.6.2014 S. 349, oder im vom jeweiligen MTF vorgesehenen Zulassungsdokument veröffentlicht werden (vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. a und Abs. 2 lit. a der Richtlinie).

Haben sich die Angaben seit ihrer letzten Veröffentlichung im Prospekt, EU-Wachstums-Emissionsprospekt oder Zulassungsdokument geändert oder wurden sie – aus welchen Gründen auch immer – nicht bereits in diesen Dokumenten veröffentlicht, sind die entsprechenden Angaben im Jahresfinanzbericht aufzunehmen. Ebenso erfasst sind Änderungen seit der letzten Veröffentlichung im Jahresfinanzbericht (vgl. Art. 5 Abs. 1 lit. b und Abs. 2 lit. b der Richtlinie). Die dabei erforderlichen Angaben sind durch Art. 5 Abs. 3 der Richtlinie vorgegeben.

Weiters wird eine Darstellung der Mehrstimmrechtsaktienstruktur in den Lagebericht nach § 243a UGB aufzunehmen sein, weil dieser schon nach geltendem Recht Angaben über die Zusammensetzung des Kapitals einschließlich der nicht gehandelten Aktien samt der verschiedenen Aktiengattungen und den mit ihnen verbundenen Rechten und Pflichten enthalten muss (vgl. § 243a Z 1 UGB).

Abs. 6:

Art. 5 Abs. 5 der Richtlinie sieht vor, dass die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA) der Europäischen Kommission bis zum 5. Dezember 2025 technische Regulierungsstandards zur Kennzeichnung von Aktien von Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien vorlegt, welche in der Folge von der Europäischen Kommission in Ergänzung der Richtlinie gemäß den Art. 10 bis 14 der Verordnung (EU) Nr. 1095/2010 veröffentlicht werden. Art. 5 Abs. 4 der Richtlinie legt eine Verpflichtung der Wertpapierfirmen und der Marktbetreiber fest, sicherzustellen, dass durch die Einhaltung dieser

technischen Regulierungsstandards die Aktien von Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktien von ihnen eindeutig als solche gekennzeichnet werden.

Bislang hat die ESMA keine derartigen Regulierungsstandards vorgelegt. Dessen ungeachtet dient eine eindeutige Kenntlichmachung von Aktien von Gesellschaften mit Mehrstimmrechtsaktienstrukturen der Transparenz und ermöglicht eine fundierte Anlageentscheidung, weshalb die spezielle Kennzeichnung derartiger Aktien, z.B. im Tickersymbol, unabhängig von einem delegierten Rechtsakt der Europäischen Kommission vorgesehen wird. Sollte dazu noch ein technischer Regulierungsstandard der ESMA verlaublich werden, ist dieser maßgeblich.

Zu Z 3 (§ 262):

Art. 7 der Richtlinie gibt vor, dass die Richtlinie bis zum 5. Dezember 2026 ins nationale Recht umzusetzen ist.